

千葉商大紀要 第58巻 第2号 (2020年11月) pp. 41-62

## 〔論 説〕

# 新型コロナウイルス感染症を受けての OECD の役割を考える —金融安定化と持続可能な FDI への政策的示唆—

藤 田 輔<sup>(1)</sup>

## 1. はじめに

2019 年末以降, 新型コロナウイルス感染症 (COVID-19: Novel Coronavirus Disease 2019) のパンデミック (世界的流行) が発生し, ロックダウン (都市封鎖) や経済活動の自粛等を通じ, 実態経済に深刻なマイナスの影響を与えている。それに伴い, これまで蓄積されてきた金融の脆弱性が表面化し, 国際金融市場のリスクが増大している。また, リスク資産から安全資産への資金逃避が生じ, 特に, そのような脆弱性が見られがちな新興・途上国<sup>(2)</sup>では, 財政状況の悪化等で資本流出が進行し, 健全な資本移動に影を落としている。

このような状況において, 2020 年 3 月, 政策助言や融資を通じて, 国際金融市場の安定化に努める国際通貨基金 (IMF) が, 支援を求める可能性のある新興・途上国に向けて, 速やかな実行が可能な緊急融資制度の下で約 500 億ドルの融資を用意し, このうち 100 億ドルが, ラピッド・クレジット・ファシリティ (RCF: Rapid Credit Facility) を通じて, 最貧国向けに無利子の融資に充てられることになり<sup>(3)</sup>, IMF は「最後の貸し手 (lender of last resort)」として, 金融安定化に向け, 期待される機能や役割を果たそうとしている。

ここで, COVID-19 が資本移動に与える影響を受け, 筆者の経験に鑑みると, 別の国際機関として, 経済協力開発機構 (OECD: Organisation for Economic Cooperation and Development) の果たす役割にも注目するべきとの着想に至った。そもそも, OECD は, IMF のように緊急融資を提供する機能を有しておらず, 加盟国間で政策経験の共有や国

(1) 現職は本学国際教養学部専任講師 (2019 年 4 月～)。それに先立ち, 2008 年 7 月～2012 年 3 月に OECD 日本政府代表部専門調査員を務め, 国際投資や非加盟国協力の案件に関わり, 多くの会合をフォローした経験を持つ。その後, 上武大学ビジネス情報学部 (2012 年 4 月～2019 年 3 月) を経て, 現職に至る。

(2) このような表記とした経緯は, IMF が, ①一人当たりの所得水準, ②輸出品目の多様性, ③グローバル金融システムへの統合度合い, の 3 点に基いて, 世界各国を「先進国 (advanced economies)」と「新興・途上国 (emerging and developing economies)」の 2 つに分類していることに起因する (Nielsen (2011))。ただし, 両者を明確に分類するための基準やルールは存在せず, IMF を含む国際機関によっても解釈は様々である。一方, 本稿は, 特定の国・地域を詳細に分析するのではなく, 大まかに新興・途上国を捉える趣旨であるため, 便宜上, 文中では IMF の分類を念頭に置いて, 「新興・途上国」という表記を用いるが, 他の国際機関による先行研究や統計を随所で言及する場合は, その対象国・地域はそれぞれの国際機関の規定する定義に都度基づくこととしたい。

(3) この詳細は下記ウェブサイトを参照願いたい。また, IMF の融資制度の仕組みは, 野口 (2014)・(2015) が詳しく論じている。

<https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/03/04/sp030420-imf-makes-available-50-billion-to-help-address-coronavirus>

内外の政策調整等を実現させつつ、より良い経済・社会政策を目指す国際機関であるため、このような事態では、即効性のある対応を期待するのには限界がある。さらに、2020年7月現在、OECD加盟国は37カ国だが<sup>(4)</sup>、それらの半数以上は先進国であり、新興・途上国を加盟国にしていない場合が多いため、グローバルな影響力という点でも、189カ国・地域を加盟国に持つIMFに比べると、OECDは地味に映るかもしれない。

他方で、加盟国間で資本移動制限の漸進的な撤廃を約束する多国間協定である「資本移動自由化規約」(CLCM: Code of Liberalisation of Capital Movements)や、新興・途上国における投資環境の自己審査及びその改善に貢献する「投資の政策枠組み」(PFI: Policy Framework for Investment)等、OECDは国際投資に関する重要な政策ツールを有している。そこで、筆者は、これらを有効に活用すれば、今般のCOVID-19を受け、OECDがIMFを補完しながら、むしろ長期的視点に基づく重要な機能を発揮し、金融安定化はもちろん、国際投資の持続可能性の実現にも貢献する国際機関になり得るのではないかと仮説を持つに至った。

そこで、本稿では、まず、IMFが2020年4月に公表した報告書で指摘している主な金融の脆弱性(リスクの高い信用市場、新興・途上国における資本流出)に関する論点をサーベイしながら、COVID-19に伴い、国際金融市場が不安定化した経緯を把握する中で、これらを裏付ける潜在的要因として、新興・途上国の資金不足や債務増加の傾向が2008年のリーマン・ショック以降から継続的に見られていたことを指摘する。そして、これらを教訓としながら、長期的視点に基づき、①ルール提供機能、②知的貢献機能、の2点を発揮する国際機関として、OECDが、金融安定化と持続可能な外国直接投資(FDI)<sup>(5)</sup>の実現に向けての役割を果たすための政策提言を試みることにする。具体的には、OECDの主要な政策ツールであるCLCMとPFIを取上げ、①では、経済・金融不安に対する柔軟性を各国に与えるためのバランスの取れた枠組みにするよう、2019年5月にCLCMが改訂された経緯を検討することで、新興・途上国において、単に資本移動の自由化のみならず、金融安定化にも貢献できるとする政策的示唆を見出す。一方、②では、資本移動の中でも、継続的に経済的利益を享受できるFDIに着目し、2019年10月に新たに開始した「FDIの質のイニシアティブ(FDI Qualities Initiatives)」も併せて、新興・途上国の投資環境改善に貢献し得るPFIの活用を通じて、OECDが持続可能なFDIを促進するための包括的な支援を実施できる点を主張する。そして、最後に、COVID-19のみならず、政治的な不透明性も世界で広がる中、これら2つの機能を発揮し得るOECDが、政策協調のためのグローバル・ガバナンス機能の役割をどのように担うべきかについての展望を試みる。

(4) OECD加盟国は、2020年7月現在で37カ国である。詳細は下記ウェブサイトを参照願いたい。

<https://www.oecd.org/about/members-and-partners/>

(5) FDIは、IMFの国際収支マニュアル第5版をベースとした国際収支統計に基づき、直接投資家間の全ての取引(投資)を計上し、株式取得、再投資収益、資金貸借が含まれるものとする。また、直接投資家とは、当該企業が居住者となる経済領域外の企業に永続的な経済的利益を有する企業を指す。

## 2. 国際金融市場の不安定化とその潜在的要因

### 2-1. IMF 報告書のサーベイ

ここでは、IMF が 2020 年 4 月に公表した報告書「Global Financial Stability Report: Markets in the Time of COVID-19」(IMF(2020)) の論点をサーベイすることで、COVID-19 に伴い、国際金融市場が不安定化した経緯を理解する。具体的には、現在進行中のマイナス成長が予想以上に長期化・深刻化した場合、不安定性が高まり、金融危機に繋がりがかねない要素として、IMF が指摘している主な脆弱性の中でも、リスクの高い信用市場<sup>(6)</sup>と新興・途上国における資本流出に関する論点を整理する<sup>(7)</sup>。

#### (1) リスクの高い信用市場

まず、IMF は、2008 年のリーマン・ショック以降、低金利の傾向も相俟って、リスクの高い信用市場が急速に拡大した結果、借り手の信用の質の低下、貸出審査条件の緩さ、投資の担い手（投資基金、投資顧問等）における流動性リスク等、金融の脆弱性も同時に助長したと分析する。そのような中、COVID-19 を受けて、2020 年 3 月末までの数ヶ月間、リスク資産の相場はリーマン・ショック時に見られた下落幅の 3 分の 2 程度下落し、それと同時に、信用市場間の相互関連性も市場の混乱に繋がったと解釈している。このことに関し、IMF は、現金に対する幅広い需要が資産売却の需要を誘発した結果、ミューチュアル・ファンド（投資信託基金）から大量の資金が流出した例を挙げている。

今回、IMF が深刻化を想定したシナリオでは、この市場での銀行の損失は、全体として見れば吸収可能だと考えられている。しかし、融資面で役割を強めてきたノンバンク部門の損失は無視できず、これが信用供給を阻害し、景気後退の長期化・深刻化に繋がる可能性もあると指摘し、各国当局は、資産運用担当者に対して、そうしたリスクに対処するために慎重に行動し、流動性の管理手段を最大限に活用するよう促すべきと、IMF は提言している。

そして、IMF は、危機終息後についても、市場が機能不全となった原因と、危機で明らかになった根本的な脆弱性を包括的に評価する必要があるとも指摘している。例えば、規制・監督の対象範囲にノンバンクを含めるべきか否かは、その役割の高まりに鑑みると、各国当局の検討課題とすべきであり、さらに、リスクの高い信用市場という点を踏まえれば、ノンバンクに対するマクロプルーデンス措置（MPM：Macro-prudential Measures）の枠組みを発展させ、それを拡大させる必要があるとしている。

#### (2) 新興・途上国における資本流出

IMF は、主要な新興・途上国（ブラジル、中国、ハンガリー、インド、インドネシア、韓国、メキシコ、パキスタン、フィリピン、カタール、スリランカ、南アフリカ、台湾、タイ、ウクライナ）では、2020 年 1～3 月に 1000 億ドルを上回る資本流出（証券投資）<sup>(8)</sup>

(6) 信用市場は、信用リスク（資金の借り手の信用度が変化するリスク）を内包する商品を取引する市場の総称を指すものとする。また、この市場で扱われる金融商品としては、貸出債権、社債、コマーシャル・ペーパー（CP）の他、あらゆる信用リスクを加工して証券の形で売買する証券化商品、信用リスクを原資産とする派生商品（デリバティブ）であるクレジット・デリバティブ等がある。

(7) これらの他にも、IMF (2020) は銀行の収益に関する脆弱性も挙げている。

(8) 証券投資は、IMF の国際収支マニュアル第 5 版をベースとした国際収支統計に基づき、FDI や外貨準備増減に含まれるものを除き、株式やその他の負債性証券（国債・社債等）を計上する項目と定義する。

が起こっており、その規模は対 GDP 比で 2008 年のリーマン・ショック時の 2 倍近くに達したと分析している。これらの資本流出は、その後は落ち着きを取り戻しているが、このような過変動が見られると、不安定な証券投資の管理が難しくなり、それが金融安定化のリスクになり得ることも明白だと指摘している。

この経緯として、上述したとおり、世界的に低金利傾向が継続したことから、借り手も貸し手も、リスクに対して積極的な姿勢を見せるようになったことが挙げられている。その結果、証券投資がリスクの高い資産市場に多く流入し、債務が累積し、多くの新興・途上国では、外国からの証券投資の流入への依存度が高まったと解釈している。さらに、急激な流出入が見られる時期ほど、証券投資の経済・金融環境への感度が高まるが、資本受入国の経済の基礎的指標の変化もより大きく影響し、特に資本基盤が不十分な債券市場で、外国投資家の割合が大きい国の場合は、債券の利回りの変動が大きくなり易いと指摘している。

このような事態に対して、IMF は、為替相場の自国通貨安を容認することで、外国からの圧力を管理すべきであるが、相場が無秩序に変動する場合は、各国当局は外国為替市場への介入を検討する必要があると指摘している。また、それに伴い、特に新興・途上国では、各国当局は長期的に資金調達が阻害され得ることを念頭に置き、外国からの資金調達が制約された場合の緊急時対応のあり方を策定しておくべきだとも主張している。

## 2-2. 不安定化の根本的要因：新興・途上国の債務増加と資金不足

前節で見たとおり、IMF (2020) が指摘する脆弱性が国際金融市場の不安定化を招き、危機を助長する可能性が高いことが窺えた。それに対し、筆者は、2008 年のリーマン・ショック以降に継続的に見られた新興・途上国の債務増加と資金不足の傾向がこのような不安定化の発生を裏付けていたのではないかと推察し、これを各種統計から検証したい。

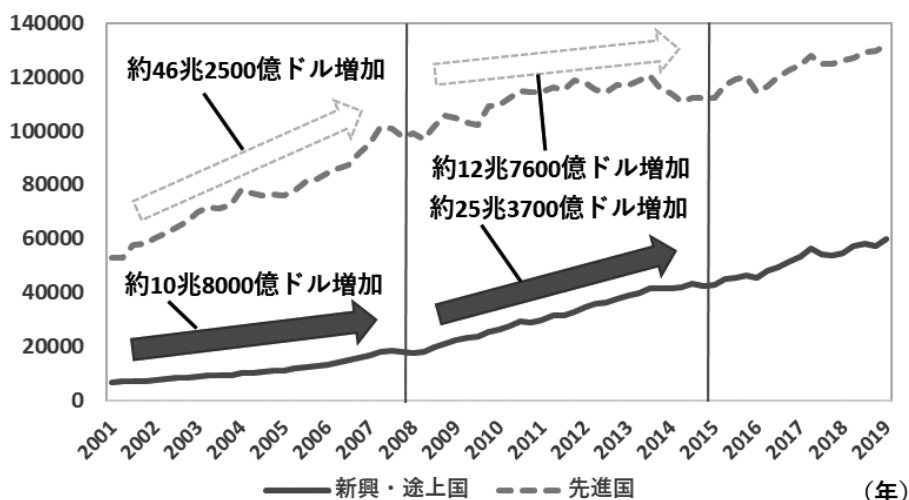
まず、信用市場でリスクの高い金融市場が急速に拡大したとの IMF の見解を受け、これが新興・途上国でどのような状況だったかを確認するべく、国際決済銀行 (BIS: Bank for International Settlements) の四半期ごとの統計 (BIS Statistics Explorer) を用いて、非金融部門に対する国内信用残高 (ノンバンクを含む全部門による供与) の推移を見る。図 1 は、2001～19 年の先進国及び新興・途上国<sup>(9)</sup>の信用残高を表すが、ここで、2008 年 12 月末を境目として、リーマン・ショックの発生前後の各 7 年間の推移を比較してみたい。

2001 年 12 月末から 2008 年 12 月末の危機前は、先進国では約 46 兆 2500 億ドル増加し、約 99 兆 2500 億ドルに、新興・途上国では約 10 兆 8000 億ドル増加し、約 17 兆 5500 億ドルにそれぞれ達したことが分かり、明らかに先進国における信用市場への資金流入のペースの方が速かった。次に、リーマン・ショック後の 2008 年 12 月末から 2015 年 12 月末の危機後の 7 年間は、先進国では約 12 兆 7600 億ドルまで増加分が鈍化したのに対し、新興・

(9) ここでの先進国はオーストラリア、カナダ、フランス、ドイツ、イタリア、日本、スペイン、スウェーデン、スイス、英国、米国の 11 カ国・地域で、一方、新興・途上国はアルゼンチン、ブラジル、中国、香港、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、メキシコ、ロシア、シンガポール、南アフリカ、タイ、トルコの 14 カ国・地域である。図 1・2 の数値は、それぞれで集計した合計値である。

途上国では約 25 兆ドル 3700 億ドルも増加し、2015 年 12 月末には約 42 兆 9200 億ドルにも達した。その後、2019 年 12 月末の時点では、先進国では約 131 兆 7400 億ドル、新興・途上国では約 59 兆 6400 億ドルを記録し、後者が前者に対し 45% 程度の水準となっているが、2001 年 12 月末時点の同数値がわずか 12% 程度に過ぎなかったことを考えれば、この 20 年近くで、新興・途上国における信用市場への資金流入に伴い、国内債務が劇的に増加したと捉えられる。

図 1. 先進国及び新興・途上国の非金融部門に対する国内信用残高 (2001～19 年)  
(10億ドル)



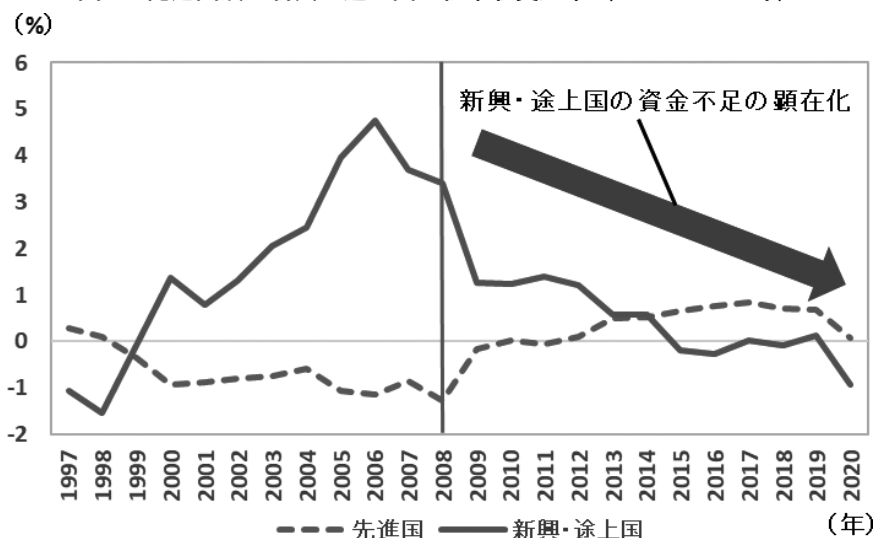
出所：BIS, BIS Statistics Explorer

次に、IMF の見解にもあるとおり、証券投資がリスクの高い資産市場に多く流入し、債務が累積し、多くの新興・途上国では、外国からの証券投資の流入への依存度が高まったことを検証していくが、これに関しては、まず、新興・途上国でいかに対外的に資金不足に陥っていたかを確認する。対外的な資金不足を示す指標については、ここでは、外国との間の資金流入の収支決算を表す国際収支統計における経常収支に着目し、その対 GDP 比率（以下、経常収支比率）を用いる。このマイナスの度合いが大きくなるほど、その分だけ経常収支赤字（資金流入＜資金流出）の度合いが大きいと捉えられる。

そこで、図 2 は、先進国及び新興・途上国のそれぞれで集計した経常収支比率に関し、1997～2020 年（2020 年のみ IMF の予測値）の推移を表す IMF の統計（World Economic Outlook Database）であるが、興味深い事実を見出せる。大まかに言えば、2008 年のリーマン・ショック以前の状況を見ると、1999 年以降は、先進国の赤字、新興・途上国の黒字という傾向が明確に見られた。しかし、リーマン・ショック以降、2008 年に▲1.3% だった先進国の経常収支比率が徐々に黒字化し、2019 年には 0.7% 程度に達しているのに対し、それと同様に、新興・途上国は 3.4% だったのが 0.1% まで黒字幅を激減させ、資金不足を顕在化させ、両者の立場が逆転してきていることが分かる。IMF の見通しでは、2020 年

の新興・途上国の経常収支比率が▲0.9%となると予測されており、上述したとおり、COVID-19の感染拡大に伴う資本流出が影響すると見られる。

図2. 先進国及び新興・途上国の経常収支比率 (1997～2020年)



注：2020年はIMFの予測値。

出所：IMF, *World Economic Outlook Database*

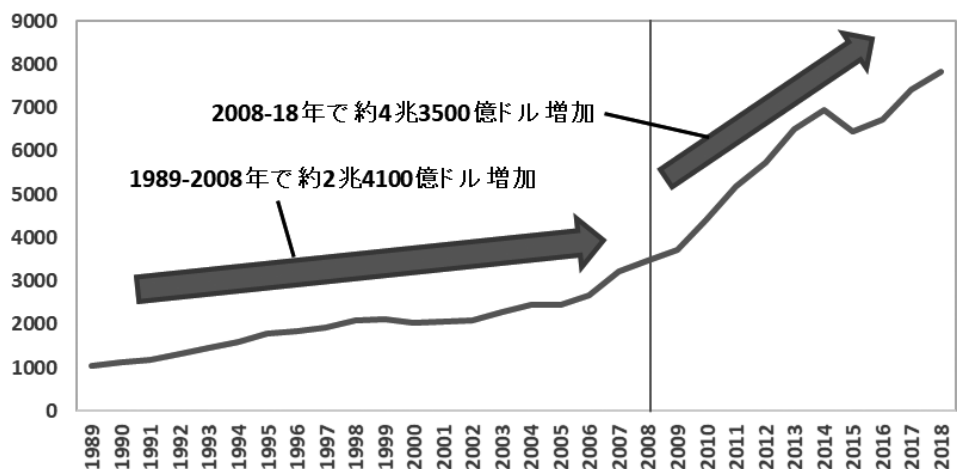
また、資金不足を対外借入にいかにか依存してきたかを示すのが、世界銀行の統計 (World Development Indicators) を用いた図3・図4である。図3は、概ね新興・途上国に該当する低・中所得国<sup>(10)</sup>の1989～2018年の対外債務残高 (公的・民間部門の合計) の推移を表すが、ここでも、リーマン・ショック前後でその傾向が明確に分かる。1989年時点では約1兆400億ドルで、その後は約2兆4100億ドル増加し、2008年には約3兆4500億ドルに至った。しかし、2008年から2018年にかけては、約10年間で約4兆3500億ドルも増加し、最近の新興・途上国の激増傾向が窺える。一方、図4は、その低・中所得国の中で抽出可能な106カ国・地域に関し、2018年時点の経常収支比率と対外債務残高の対GDP比率 (以下、対外債務残高比率) をプロットし、クロスセクションで両者の相関関係を見たものである。決定係数 ( $R^2$ ) が0.086とあまり高くはないが、右下がりの近似曲線が得られ、その数式から、経常収支比率が1%増加すると、対外債務残高比率が約1.3%減少するという関係性を見出せる。つまり、このことを逆に捉えれば、新興・途上国の資金不足になるほど、それ以上のペースで対外債務の返済負担が増加する傾向にあることが窺える。

以上より、COVID-19の発生に伴い、新興・途上国における債務増加と資金不足の傾向

(10) ここでの低中所得国 (low and middle income countries) とは、OECD開発援助委員会 (DAC) の所得別分類に基づくもので、具体的には、2016年の一人当たり国民総所得 (GNI) が12,235ドル以下の143カ国・地域を指す。

図 3. 低・中所得国の対外債務残高の推移（1989～2018 年）

（10億ドル）

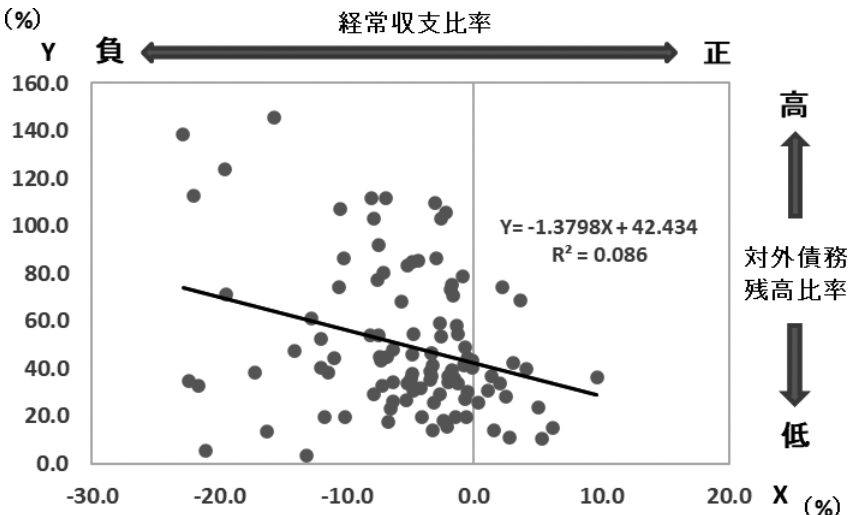


（年）

出所：World Bank, *World Development Indicators*

図 4. 低・中所得国の経常収支比率と対外債務残高比率の相関関係（2018 年）

（%）



出所：World Bank, *World Development Indicators*

が浮き彫りとなって、IMF が指摘したような国際金融市場の不安定化を招いたと見て良い。

### 2-3. 長期的視点に基づいた OECD の役割の模索

冒頭でも述べたとおり、COVID-19 に伴う国際金融市場の不安定化を受け、IMF はその強みを活かし、資本流出に遭い、外貨不足を補うための金融支援を求める可能性のある新興・途上国に向けて、速やかな実行が可能な緊急融資制度の下で約 500 億ドルの融資を

用意した。さらに、RCFを通じて、このうち100億ドルが最貧国向けに無利子の融資に充てられることになった。このことは、加盟国を189カ国有し、その中には新興・途上国が多く含まれるIMFが、経済的問題が発生した国々に対し、政策助言を施しつつ、融資を実行するという「最後の貸し手」の機能をグローバルかつ有効に発揮し、混乱した市場を鎮静化できることを意味する(藤田(2018))。筆者としても、このようなIMFの機能は、金融市場に脆弱性が見られがちな新興・途上国に対し、何よりの安心感を与えるものと思料するため、引き続きその役割の発揮を期待する。

一方、金融危機も懸念されるような事態に至った背景として、新興・途上国の債務増加と資金不足という継続的な傾向を見出したことから、今後も同じような状況を創り出さないように仕向けていくことも重要である。そのためには、長期的視点に基づき、それらの金融安定化はもちろん、さらに、国連の持続可能な開発目標(SDGs: Sustainable Development Goals)<sup>(11)</sup>も踏まえると、国際投資の持続可能性を実現するための方策も検討することが不可欠である。そこで、筆者の経験にも鑑みると、加盟国間で政策経験の共有や国内外の政策調整等を実現させ、より良い経済・社会政策を目指す国際機関であるOECDがその役割の担い手として相応しいことを提起したい。

他方、OECDはIMFとは異なり、融資を直接的に施す訳ではないため、今般のような事態の下では、即効性のある対応を期待するのには限界がある。さらに、37のOECD加盟国の半数以上が先進国であり、新興・途上国を加盟国にしていない場合が多いため、グローバルな影響力という点でも、IMFに比べると、OECDは地味に映るかもしれない。しかし、これを逆手に取れば、OECDは、長期的視点に基づけば、IMFでは達成しづらい役割を補完的に成し遂げられるのではないかと考える。

そこで、次に続く2つの章では、COVID-19による国際金融市場の不安定化を教訓としながら、OECDが主要な政策ツールを用いて、①CLCMを通じたルール提供機能、②PFIを通じた知的貢献機能、の2点の役割を果たすための政策提言を試みる。具体的には、①では、経済・金融不安に対する柔軟性を各国に与えるためのバランスの取れた枠組みにするよう、OECD加盟国間で資本移動制限の漸進的な撤廃を約束する多国間条約であるCLCMが2019年5月に改訂された経緯を検討し、そこから導き出される金融安定化に向けた政策的示唆を提起する。一方、②では、資本移動の中でも、継続的に経済的利益を享受できるFDIに着目し、2019年10月に新たに開始した「FDIの質のイニシアティブ(FDI Qualities Initiatives)」も併せて、新興・途上国の投資環境改善に貢献し得るPFIの活用を通じて、OECDが持続可能なFDIを促進するための包括的な支援を実施できる点を主張する。

(11) SDGsは、2015年までの達成を目指していたミレニアム開発目標(MDGs: Millennium Development Goals)を継承し、同年9月の国連総会で採択された「我々の世界を変革する: 持続可能な開発のための2030アジェンダ」という成果文書で示された2030年に向けた具体的行動指針で、国連の持続可能な開発のための国際目標と位置付けられ、17の目標と169のターゲット(達成基準)から構成される。詳細は下記ウェブサイトを参照願いたい。

[https://www.unic.or.jp/activities/economic\\_social\\_development/sustainable\\_development/2030agenda/](https://www.unic.or.jp/activities/economic_social_development/sustainable_development/2030agenda/)



### 3. ルール提供機能：CLCM の改訂と金融安定化

#### 3-1. CLCM と MPM との関係性

2008 年のリーマン・ショックを契機として、行き過ぎた金融の自由化がリスクを高めたため、それを注意深く進めるべきとの認識が一層広がったのを受け、金融システムのリスクの状況を分析・評価しつつ、その安定を確保する MPM が重視されるようになり、その一環として、資本移動についても、その過変動による悪影響を軽減するため、金融安定化に向けた相応の管理が必要であるとの見解が支配的となった。

それにも関わらず、実際は、前章で見たとおり、世界的な低金利傾向も相俟って、借り手も貸し手も、リスクに対して積極的な姿勢を見せるようになり、新興・途上国における債務増加と資金不足の継続的な傾向に至った。そして、COVID-19 を受け、それらの国々で資本流出に見舞われ、国際金融市場が不安定化した。

このような資本流出について、上述した IMF(2020) では、外国為替市場への介入も視野に入れ、それが著しい場合は、資本移動を一時的に管理する必要があるかもしれないとの考え方を確認した。一方、OECD(2020) は、資本流出規制は、危機発生直前の最後の手段 (last resort) として用いられる傾向があるが、それに対して、いくつかの分析で為替下落を和らげることが証明されているため、資本流入緩和のための措置がより有効だと解釈している。筆者は両者の立場を理解するが、今般の状況を教訓として、今後は、危機的状況を未然に防ぐためにも、長期的視点で、新興・途上国の行き過ぎた債務と投資の増加に歯止めを掛け、金融安定化を目指す方策がさらに重要だと考える。その際、資本移動の制限撤廃が原則ではあるが、特に証券投資に対し、資本流出入に制限を部分的に加える MPM を柔軟に運用する余地のあるルールに改訂された OECD の CLCM の役割に注目したい。そこで、CLCM と資本移動管理を伴う MPM との関係性を整理する。

まず、CLCM の基本的な考え方を述べる。詳しい議論は藤田(2018)に委ねるが、CLCM は、加盟国間のピア・レビュー(相互審査)を通じて、資本移動の制限撤廃を約束し、法的拘束力を持つ一方、その自由化義務違反に対する罰則規定はない。また、CLCM では、現行措置よりも悪化させないというスタンドスティール原則が順守される (CLCM 第 1 条)。ただ、一方では、漸進主義 (gradualism) に基づく自由化のアプローチも採用している。これについては、例えば、表 1 のとおり、CLCM の付属書 A には対象となるクロスボーダー資本取引のリストが掲載されており、A 表に該当する取引 (主に長期取引) は比較的自由化を進め易いことから、スタンドスティール原則に係るが、B 表に該当する取引 (主に短期取引) は自由化を進める上でリスクが生じ易いため、いつでも留保することが可能であり (同第 2 条)、一定の柔軟性が確保されている。

さらに、「重大な経済上及び財政金融上の混乱」と見なされるような事態に直面した場合は、自由化義務の免除が一定期間認められる (同第 7 条 b)<sup>(12)</sup>。このほか、「経済及び財政金融状態に照らして正当と認められる場合」や「総合国際収支が危険と認める速度及び状況 (通貨準備の状態を含む) において悪化する場合」でも、同様に自由化義務の免除が

(12) 2008 年のリーマン・ショックの影響を受けたアイスランドが、為替暴落を防止するために外資規制措置を導入したのを受け、OECD が同国に対し、CLCM 第 7 条の免除条項の発動を承認した経緯がある。

認められる（同第7条 a/c）。このような場合は、上述した付属書 A でスタンドスティール原則が順守される A 表の取引にも制限を掛けることが可能となる。

表 1. CLCM 付属書 A に掲載されている対象取引の分類

A 表（スタンドスティール原則遵守）	B 表（いつでも留保可能）
1. 直接投資	
2. 直接投資の清算	
3. 不動産取引（売却の場合）	3. 不動産取引（購入の場合）
4. 資本市場における証券取引（満期 1 年以上の取引の場合）	
	5. 金融市場における取引（満期 1 年未満の取引の場合）
	6. 流通証券及び非証券請求権に関するその他の取引
7. 集合的投資証券の取引	
8. 国際商業取引または国際的役務提供に直接関連するクレジット（クレジットの原因となる当該取引に居住者が参加する場合）	8. 国際商業取引または国際的役務提供に直接関連するクレジット（クレジットの原因となる当該取引に居住者が参加しない場合）
	9. 金融上のクレジット及び貸付
10. 抵当・保証・金融支援（B 表 10. 以外の場合）	10. 金融支援（国際貿易、国際間の経常的貿易外取引または国際間の資本移動取引に直接関連しない場合、または元になる当該国際取引に居住者が参加しない場合）
11. 預金勘定の運営（非居住者による、居住者機関の勘定の運営）	11. 預金勘定の運営（居住者による、非居住者機関の勘定の運営）
	12. 外国為替取引
13. 生命保険	
14. 個人的性質の資本移動（賞金以外の場合）	14. 個人的性質の資本移動（賞金の場合）
15. 資本の現物移動	
16. 非居住者の所有する封鎖資金の処分	

出所：OECD (2019a) より筆者作成

次に、このような CLCM と MPM との関係性を検討する。CLCM はあくまでも、国境を越えた資本移動規制の撤廃を要求するもので、MPM 自体を直接網羅するものではなく、特に居住者領域内の取引の場合は猶更である（OECD (2015a)）。ただ、国境を越えた資本移動が金融部門のシステミック・リスクの原因になり得るため、そうした事態に対する MPM が講じられれば、それ自体が資本規制措置にもなり得る。その場合、CLCM との整合性につき、OECD で議論されることがある（OECD (2015a)）。

OECD (2015a) では、特に、現行の CLCM がこれらの措置に対してどの程度整合的に対応しうかが明記されており、具体的な事例を示したのが表 2 である。基本的には、(I) ～ (VI) のいずれの場合でも B 表の取引には影響が生じるが、この場合は、CLCM 参加国はいつでも留保を附することができる。一方、(II)・(IV)・(VI) は A 表の取引にも制限を掛けるため、CLCM 第 7 条のような特殊な状況を除き、自由化の留保や免除は、原則として不可能である。CLCM 参加国にとって、特に A 表の資本取引に影響が生じるような MPM を講じる場合には、OECD 投資委員会の議論を通じて、CLCM 第 7 条に則り、

自由化免除の承認を受けなければならなくなる。

表 2. CLCM と資本移動管理を伴う MPM との関係性

措置形態	CLCM 付属書 A との関係性	自由化留保の可否
(Ⅰ) 銀行の外国為替デリバティブ契約の制限	居住地に属する銀行がその領域を超えて非居住地で行う取引になる場合に限り、B 表の「12. 外国為替取引」に影響。	○
(Ⅱ) 銀行の非居住者に対する短期（1 年未満）債務の 1 日当たり限度額の導入	<ul style="list-style-type: none"> <li>● A 表の「11. 預金勘定の運営（非居住者による、居住者機関の勘定の運営）」に影響。</li> <li>● B 表の「5. 金融市場における取引（満期 1 年未満の取引の場合）」、「6. 流通証書及び非証券請求権に関するその他の取引」、「9. 金融上のクレジット及び貸付」に影響。</li> </ul>	△ (B 表のみ可)
(Ⅲ) 非居住者による居住者不動産の購入時の印紙税率の引上げ	B 表の「3. 不動産取引（購入の場合）」に影響。	○
(Ⅳ) 非預金外貨債務への金融取引税の課税	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 満期 1 年未満の場合は、その措置によって、居住者が非居住者と決済取引を行う際に通貨を使用することを自由に決定できるのが制限される場合に限り、B 表の「5. 金融市場における取引（満期 1 年未満の取引の場合）」、「6. 流通証書及び非証券請求権に関するその他の取引」、「9. 金融上のクレジット及び貸付」に影響。</li> <li>● 満期 1 年以上の場合は、上記と同様の場合に限り、A 表の「4. 資本市場における証券取引（満期 1 年以上の取引の場合）」に影響。</li> </ul>	○(1 年未満) ×(1 年以上)
(Ⅴ) 非居住者との外貨スワップ・先物契約における国内銀行の準備預金の要求	居住地に属する銀行がその領域を超えて非居住地で行う取引になる場合に限り、B 表の「6. 流通証書及び非証券請求権に関するその他の取引」及び「12. 外国為替取引」に影響。	○
(Ⅵ) 3 年または 3 年未満の非居住者に対する信用供与及びその他の対外債務における準備預金の要求	<ul style="list-style-type: none"> <li>● A 表の「4. 資本市場における証券取引（満期 1 年以上の取引の場合）」及び「11. 預金勘定の運営（非居住者による、居住者機関の勘定の運営）」に影響。</li> <li>● B 表の「5. 金融市場における取引（満期 1 年未満の取引の場合）」、「6. 流通証書及び非証券請求権に関するその他の取引」、「9. 金融上のクレジット及び貸付」に影響。</li> </ul>	△ (B 表のみ可)

出所：OECD (2015a) より筆者作成

また、(Ⅰ) と (Ⅴ) では「居住地に属する銀行がその領域を超えて非居住地で行う取引になる場合」、(Ⅳ) では「居住者が非居住者と決済取引を行う際に通貨を使用することを自由に決定できるのが制限される場合」とされているように、特定の場合に限り、CLCM に抵触することもある。ただ、これについては、CLCM に明確な基準がある訳ではなく、このような MPM が講じられた場合には、OECD 投資委員会の議論を必要とする。例えば、(Ⅰ) の「銀行の外国為替デリバティブ契約の制限」の措置を講じた国があったと仮定すると、OECD の議論の中で、「同措置は居住地に属する銀行が非居住地で行う取引にならない」と当該国が説明し、その他参加国がこれを合理的であると解釈し了承すれば、CLCM に抵触せず、留保や免除の問題に至らなくて済む可能性もある。

### 3-2. 韓国の措置が契機となった CLCM の見直しの議論

詳しい議論は藤田 (2018) に委ねるが、リーマン・ショックから 3 年が経過した 2011

年8月、OECD加盟国の韓国は、過度な外貨建て債務から生じるシステミック・リスクを軽減するべく、MPMの一環として、満期が1年未満は0.2%、1～3年は0.1%、3～5年は0.05%、5年以上は0.02%として、銀行が抱える外貨建て債務に対する金融取引税を導入した。これを受け、OECD投資委員会では、韓国側はCLCMの範囲内の措置を主張し、OECD事務局は、この措置は短期の過度の外貨借入れや資本の過変動を防止するための調整的手段であると説明した。筆者もこの議論に関与したが、当時は、他の加盟国も特段異議を唱えることなく、韓国の措置はCLCMの範囲内の対応であると解釈され、一旦議論は終了した。

しかし、OECD関係者からの聴取によれば<sup>(13)</sup>、その後、いくつかの加盟国から、韓国の一連の措置はCLCMに抵触するのではないかとの見解が浮上した。また、当時のCLCMでは、資本移動管理を伴うMPMに該当し得る措置に対応する際、それに対する解釈が不十分だったため、上述したとおり、ケースバイケースでOECD投資委員会の議論に依存することが少なくなかった。そこで、CLCMを見直し、MPMに対する解釈を明確にし、その実効性を担保するべきとの意見が聞かれるようになった。

これを受け、OECDは、投資委員会、金融資本市場委員会、保険・私的年金委員会の3委員会を合同させ、各国の資本・金融措置のCLCMに対する整合性を審議する自由化規約諮問タスクフォース(ATFC)を設立し、経済・金融不安に対する柔軟性を各国政府に与えるためのバランスの取れた枠組みにするよう、2016年4月より、CLCMの見直しの議論を開始した。同年10月には付託事項(TOR)を発出し、その議論の方向性を定めた(OECD(2016))。このTORでは、下記のとおり、5つの原則と4つの重要な作業領域<sup>(14)</sup>が定められた上で、約3年間の議論を経て、19年5月にはその改訂版が公表された。

### 【原則】

- ①見直しによってCLCMが強化されるべき。
- ②見直しのプロセスの成果は予断させるべきではない。
- ③現行の自由化義務は引続き適用させるべき。
- ④新しい解釈が生じた場合は、スタンドスティルに関わる問題に結び付けない。
- ⑤見直しは、可能であれば、CLCMの条文の修正を伴うべきではなく、ユーザーズガイドの修正に焦点を絞るべき。

### 【重要な作業領域】

- ①規制と見なされる措置への対応を明確化したり、金融的な技術革新への対応を見直したりすることで、CLCMの広範な領域を再確認する。
- ②特に、意図されるリスクに応じ、通貨によって識別するバーゼルⅢの措置の政府による適用を含め、ブルーデンス目的の措置の対応への理解を増進する。
- ③A表(スタンドスティル)とB表(いつでも留保可能)の見直しのメリットを考慮する。
- ④ガバナンスの強化や意思決定プロセスの改善のための方法を模索する。

(13) 2016年2月、OECD本部(パリ)にて、筆者が金融・企業局職員よりヒヤリングを実施。

(14) これらの意図するところについては、藤田(2018)で詳しく論じている。

### 3-3. CLCM の改訂内容：MPM を運用する際の柔軟性

では、前節の TOR に基づき、具体的にはどのように CLCM が改訂されたのか。大まかに言えば、実は、上述した原則の⑤に沿って、CLCM の条文はほとんど変更されなかった<sup>(15)</sup>。一方、加盟国間で投資措置に関する協議が行われる際、CLCM の条文をどのように解釈するかに関する手引書であるユーザーズガイドには、いくつかの改訂が施された<sup>(16)</sup>。このことは、各国に誤解を招かぬよう、あくまでも自由化義務を維持するという点からも、条文自体には手を加えず、むしろ、その解釈を変更することで、今後 CLCM に参加するであろう OECD 非加盟国にとっても、運用しやすいルールに変更されたことを意味する。

そのような中で、資本移動管理を伴う MPM に対しては、どのように解釈することになったのか。CLCM のユーザーズガイドである OECD(2019b) の第 1 部の「OECD 自由化規約の概要 (Overview of the OECD Codes of Liberalisation)」では、CLCM の位置付け、自由化措置の方向性、手続き上の注意点等、いくつか重要な論点が述べられているが、その中で、改訂前には存在しなかった「規約の下での金融安定化と加盟国の付託 (Financial stability and Members' commitments under the Codes)」という新しい項目が設けられた。これによれば、主要な論点は概ね以下のとおりとなる。

- ①たとえ資本移動に影響するにしても、MPM 自体は CLCM の範囲外で扱われるものである。また、CLCM 上の義務に関係する措置の場合でも、それが資本移動に影響を与えとも限らないし、CLCM 上の取引を対象にしていなければ、その措置も CLCM の範囲外で扱われることになる。
- ②他方、資本移動管理を伴う MPM の中には、CLCM に則って行われる措置もあるが、この場合は、CLCM の条文から読み取れる内容、あるいは、加盟国間で明確に得られている理解に基づく。
- ③もし、CLCM に沿わないような場合には、規制的措施を講じる加盟国は、特定の状況に限り、CLCM の範囲内で柔軟性を持つ方法 (flexibility mechanisms) を利用できる。つまり、加盟国が導入する措置が規制と見なされるような状況は、金融安定化、あるいは加盟国特有の他の理由によって正当化される訳である。その場合、加盟各国においては、CLCM に沿って、自由化留保の適切な設定 (CLCM 第 2 条) や自由化免除の実施 (同第 7 条) で対応する。また、特に、自由化免除の実施の場合は、OECD 投資委員会は、その国による規制の導入が正当化されるか否かを評価する。

これらの論点の中で、①と②では、CLCM と MPM との関係性について、従来の考え方を再確認していると見られるが、一方、③が今般の改訂で最も注目すべき点だと考えられる。つまり、金融安定化に向けて、CLCM の範囲外の規制的措施が取られた場合には、自由化の留保や免除によって柔軟に対応することで、それを正当化すると明文化されたことである。このことから、金融の脆弱性を抱えながらも、今後 CLCM に参加する可能性

---

(15) 詳細は OECD (2019a) を参照願いたい。

(16) 詳細は OECD (2019b) を参照願いたい。

がある新興・途上国にとっても、資本移動の自由化を原則とするが、今般の COVID-19 のような突発的な危機に備えて、MPM の一環として規制的措施を運用し、金融安定化に取組みやすくなったと解釈できる。したがって、CLCM という確固たる国際的ルールの下で、OECD が自由化のみならず、資本移動管理を伴う MPM の柔軟な運用を通じて、金融安定化も容認し、ルール提供機能の役割を果たし得ると言える。

実は、2011 年以降、OECD の加盟を前提としない場合でも、新興・途上国が大宗を占める非加盟国も CLCM に参加できるようになった。これは未だ実現していないが、OECD の加盟交渉中のコスタリカを除くと、アルゼンチン、ブラジル、ペルー、ルーマニアが CLCM への参加に向けたプロセスに入っている（藤田（2018））。このことも考慮すると、今回の改訂によって、MPM の運用に際する柔軟性が明示的に容認されたのは、広く新興・途上国に対し、資本自由化プロセスを進める上での安心感を与え、CLCM 参加のハードルを下げ得るものと期待する。

#### 4. 知的貢献機能：PFI による持続可能な FDI の実現

##### 4-1. FDI の持つ効果

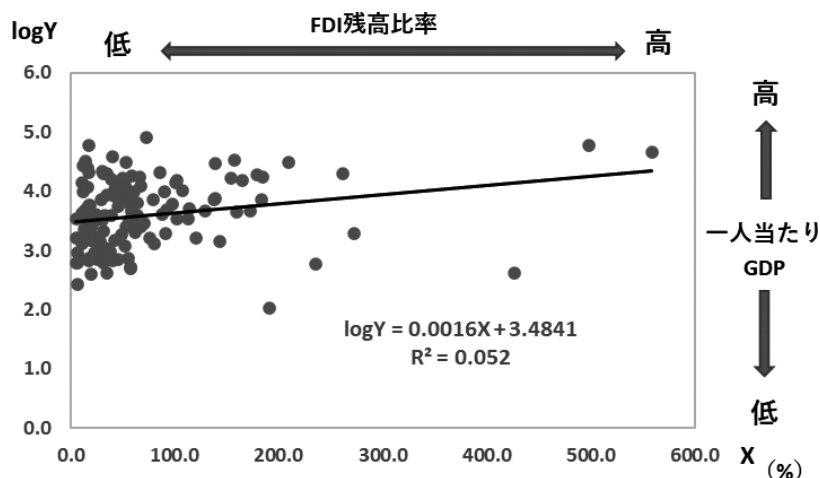
前章では、国際収支統計で言えば、主に証券投資を念頭に置き、CLCM の下での MPM の運用のあり方を論じた。証券投資は、一般的には、直接的に利殖を追求する資産運用で行われるのが基本であり、外国投資家から見た場合、投資先の状況が悪化すると、証券（株式・債券等）を売却し、資金を撤退させやすい傾向があり、その結果、過去の経験に鑑みても、資本流出を通じて、金融危機の状況に陥ることも少なくない。だからこそ、金融に脆弱性が見られがちな新興・途上国では、その規制的措施も含め、MPM を柔軟に運用できるか否かが問われてくる。

しかし、投資は投資でも、単なる利殖目的ではなく、事業経営を通じて、資本蓄積、技術移転、雇用創出、経営資源の蓄積等、継続的に経済的利益も享受できる FDI の場合は、国家安全保障上の利益や地場企業の既得権益を保護するための外資規制等を除き、むしろ、新興・途上国にとっては、多くの場合、その自由化や促進のための政策が基本路線とされている。また、FDI は債務返済を伴わず、かつ、証券投資と比べても急激な流出入が起りにくい資金として、新興・途上国側に好まれる傾向がある。今般の COVID-19 のような事態を想定すると、上述した経済的利益に鑑みても、証券投資よりも FDI の流入の方がより重要になるのは猶更である。

さらに、経済成長との関係については、FDI が設備投資にとっての一つの資金調達手段に過ぎないため、生産能力や需要との関係が不明確だとする実証結果もあるが<sup>(17)</sup>、1990 年代以降、内生的経済成長理論<sup>(18)</sup>の台頭もあり、Ruffin (1993) や Barro and Sala-i-Martin (1995) をはじめとして、資本蓄積はもちろん、経営資源という形での新しい知識・ノウハウも、低コストで吸収・蓄積できるため、FDI がより高い経済成長を達成する手

(17) 藤田・松本 (2009) では、65 カ国の FDI 純流入額の対 GDP 比率（以下、FDI 比率）と実質 GDP の関係を各国で調べたところ、1975～2006 年で係数が正であるのが 42 カ国で、その中で統計的に有意な結果は 14 カ国だったため、FDI と経済成長との関係が普遍的に正だとする結論を見出せないこともある。

図 5. 新興・途上国の FDI 残高比率と実質一人当たり GDP の相関関係 (2019 年)



出所：UNCTAD, UNCTADSTAT

段だと支持する理論や実証結果が多く現れるようになった<sup>(19)</sup>。

ここで、FDI の流入が資本蓄積を通じて、新興・途上国の所得水準をいかに引き上げているのかにつき、その最近の傾向を見るべく、簡素なモデルであるが、図 5 のような検証を試みた。これは、国連貿易開発会議 (UNCTAD) の統計 (UNCTADSTAT) を用いて、新興・途上国で抽出可能な 143 カ国・地域に関し、2019 年の FDI 残高の対 GDP 比率 (以下、FDI 残高比率) と実質一人当たり GDP (2015 年の物価水準ベース) の対数値をプロットし、クロスセクションで両者の相関関係を見たものであり、緩やかな右上がりの近似曲線が得られる。これを数量的に見れば、 $R^2$  が 0.052 と決して高くなく、FDI 残高比率が 1% 増加しても、一人当たり GDP が約 0.1% 程度しか増加しないという関係性から、FDI の経済に占める割合の増加が所得水準を引き上げる傾向は強くはないが、少なくとも、正の関係性は見出しているので、FDI の増加によって経済成長を促すという政策的な方向性は一定程度支持されると考えられる。

#### 4-2. PFI の政策理念とその活用

OECD は、このような FDI の重要性に鑑みて、新興・途上国が大宗を占める非加盟国の開発を支援するためのアウトリーチ活動を積極的に行う中で、PFI を活用した投資政策レビュー (Investment Policy Reviews) の実施を推進してきた。

PFI は、FDI の側面から開発を促進するという理念に基づき、OECD 加盟国による非加盟国との協力に関する包括的な原則を表したものとして、2006 年に策定された。その後、FDI の効果を確実にするための見直しの提案を受け、2015 年にはその改訂も合意され

(18) 技術革新を経済的に内生的な問題として考慮に入れるというのが内生的経済成長理論である。つまり、経済現象を体系内の内生変数によって説明できるとし、例えば、外生的に与えられた技術進歩ではなく、FDI を含む資本ストックの充実といった内生的要因を経済成長の源泉とみなすという考え方である。

(19) 例えば、FDI 比率と GDP 成長率との関係について、Romer (1993) 等で肯定的な結果を見出せる。

表3. PFIを活用したOECD投資政策レビュー実施国(2020年7月時点)

実施国	地域	公開年	実施国	地域	公開年
ボツワナ	中東アフリカ	2014年	モーリシャス	中東アフリカ	2014年
ブルキナファソ	中東アフリカ	2013年	モロッコ	中東アフリカ	2010年
カンボジア	アジア太平洋	2018年	モザンビーク	中東アフリカ	2013年
中国	アジア太平洋	2008年	ミャンマー	アジア太平洋	2014年
コロンビア	中南米	2012年	ナイジェリア	中東アフリカ	2015年
コスタリカ	中南米	2013年	ペルー	中南米	2008年
クロアチア	欧州	2019年	フィリピン	アジア太平洋	2016年
エジプト	中東アフリカ	2007年	ロシア	欧州	2008年
インド	アジア太平洋	2009年	タンザニア	中東アフリカ	2013年
インドネシア	アジア太平洋	2010年	チュニジア	中東アフリカ	2012年
ヨルダン	中東アフリカ	2013年	ウクライナ	欧州	2011年
カザフスタン	アジア太平洋	2012年			2016年
		2017年	ベトナム	アジア太平洋	2009年
ラオス	アジア太平洋	2017年			2018年
マレーシア	アジア太平洋	2013年	ザンビア	中東アフリカ	2012年

出所：OECD ウェブサイトより筆者作成

た<sup>(20)</sup>。表3のとおり、2020年7月時点で、これまで27の非加盟国政府がPFIを活用したOECD投資政策レビューの実施を受け入れてきた。また、PFIには、表4のとおり、投資環境改善とそれに付随する12の政策分野（投資政策、投資促進・円滑化、貿易政策、競争政策、租税政策、コーポレート・ガバナンス、責任ある企業行動、人的資源開発、インフラ投資、投資ファイナンス、公的ガバナンス、グリーン成長のための投資）に及ぶ評価項目<sup>(21)</sup>が用意され、それらを全面的あるいは部分的に活用し、各国政府が主体的に自国の投資環境を検討・評価した結果につき、その改善に向けた提言も含め、投資政策レビューが公開される。

このことから、PFIが持つ特徴を活かし、幅広い関連分野で投資環境を詳細かつ客観的に評価でき、さらに、各政策分野の評価において、投資以外の他のOECD委員会からの参加や協力が得られることがOECDの大きな強みであり、特定分野に偏らず、新興・途上国に対する包括的な支援が可能である<sup>(22)</sup>。さらに、筆者の経験に鑑みれば、IMFや世

(20) PFIの策定の経緯に関する詳細は藤田（2015）を参照願いたい。

(21) PFIが網羅する各政策分野にはチェックリストも用意され、それらはOECD（2015b）に詳しく記載されている。

(22) 本間（2009）では、PFIの活用の意義として、①新興・途上国も有意義と考える共通のツールの作成、②一貫性ある投資環境改善のための改革を可能にする、③投資環境改善のための課題の洗い出しを可能にする、④ピア・レビューに使用可能である、⑤①～④の結果として、途上国の投資環境の改善を促進できる、の5点が挙げられている。



界銀行と異なり、OECD は融資や援助を行う国際機関ではなく、各国間で対等な立場でピア・レビューを実践するのが基本路線であるため、加盟するか否かは別として、新興・途上国にとっては、その政策的助言がより中立的であると評価されることが多い。

もちろん、相応の実施経費が掛かるため、PFI を活用した OECD 投資政策レビューが実施・公開された後、各国の FDI の動向を数量的に注視し、ある程度の成果が検証されるべきであるのは当然である。ただ、PFI は拘束性を伴わないため、それ自体が義務付けられる訳でもない。そもそも、PFI は、新興・途上国の投資環境改善のための諸改革を促す結果として、FDI が継続的に流入し、現地に経済的利益が与えられ、持続可能な開発を達成させるのを主眼とするため、そのような成果を近視眼的に目指すべきではない。むしろ、長期的視点に基づき、数量的な側面のみならず、例えば、PFI によって、投資環境改善に向けて、新興・途上国政府の政策姿勢が以前からどのように変化したか等、質的な

表 4. PFI における政策分野の主な評価対象ポイント

政策分野	評価の対象となる主なポイント
投資政策	投資における全般的な法的枠組み、無差別原則と内国民待遇、土地保有、知的財産権（IPR）、契約執行、国内紛争解決と商事仲裁、収用制度、投資協定政策
投資促進・円滑化	促進・円滑化戦略と手段、責任ある持続可能な投資、行政手続きの簡素化、投資家との対話、内外企業の連携、促進戦略の価値連鎖への統合、国際及び地域間のネットワークの活用
貿易政策	通関の法令遵守コスト、貿易障壁の程度、貿易政策の価値連鎖への参入、WTO ルールや国際貿易協定の活用、保護政策の妥当性、輸出市場アクセスと貿易のための援助、市場の失敗への対応
競争政策	独立した競争当局の設置、競争法の免除条項の制限、反競争的行為を取締まる競争法、競争を阻害する合併・買収（M&A）の審査機能、公正かつ透明なプロセス、競争阻害要因の除去、産業規制の活用、政府調達における公正な競争環境
租税政策	租税政策と投資誘致、税制優遇と投資決定、税制優遇の妥当性、税制優遇のコストとベネフィット、タックス・プランニング
コーポレート・ガバナンス	有効な枠組み、株主の衡平な扱い、株主の影響力の保持、情報公開、利害関係者との協力関係、自主的取組み、「OECD コーポレート・ガバナンス原則」の活用、国有企業の経営機能と説明責任
責任ある企業行動	法的枠組みの構築、政府の役割と促進、ステークホルダー対話の促進、政策の一貫性、他国との対話、インセンティブの付与、透明性の向上
人的資源開発	枠組みの整備、労働差別の撤廃、基礎教育の拡充、経済的インセンティブ、職業訓練プログラムの導入、疾病対策、労働基準の実施、労働市場との連携、外国人労働者の採用
インフラ投資	政策一貫性の確保とインフラ開発の支援、インフラ投資環境の整備、プロジェクト・リスクの軽減とバリュース・フォー・マネー（VFM）の確保、インフラ市場における規制と価格決定、インフラ提供における衡平な市場構造、インフラ・プロジェクトに対するファイナンス、包括性と責任ある企業行動
投資ファイナンス	金融部門のためのマクロ経済・ビジネス環境、金融部門の能力評価の方法、債権者・債務者の権利、担保に関する取決め、データ保護と与信報告、破産・再生の手続き、コーポレート・ガバナンスの遵守、長期投資の取扱い、銀行融資アクセス、外国投資のリスク軽減策、資金調達手段の拡充、競争環境の確保
公的ガバナンス	規制の質と一貫性の確保、不要な規制負担の除去、規制影響評価、コンプライアンス強化と規制の成果の監視、公的機関や公務員の健全性リスク、政府調達の公正性と透明性、腐敗防止
グリーン成長のための投資	優先順位と目標、民間投資の喚起、グリーン・イノベーションへの支援、グリーン投資のための原則、公正な競争環境の確保、政策の一貫性、国・地方政策間の協調、政府調達や官民協調（PPP）の法的枠組みの整備、民間企業や研究開発（R&D）機関との対話、WTO ルールとの両立性

出所：OECD（2015b）より筆者作成

側面も、併せて成果として問われるべきである<sup>(23)</sup>。

#### 4-3. 持続可能な FDI に向けた OECD の新たな動き

前節で見たとおり、OECD が PFI という政策ツールを用いて、新興・途上国における投資環境改善に貢献し得ることが窺えたが、今般の COVID-19 を受け、改めて FDI の重要性が OECD(2020) で提起された。主要な論点は概ね以下の①～④のとおりだが、OECD はこれらで言及される課題の解決を通じて、持続可能な FDI(sustainable FDI) を実現するべきであると捉えている。

- ① 2020 年は世界全体の FDI フローが前年比で 30% 減少すると予測し、特に医療制度やインフラに脆弱性が見られる新興・途上国においては、COVID-19 の感染拡大によって、FDI とともに、雇用や収入も著しく減少した。
- ② 先進国の財政に制約が掛かる中で、政府開発援助 (ODA) による支援増加はあまり期待できないため、とりあえず、それは医療分野に最優先に充てられるべきである。
- ③ 一方、それ以外の分野では、FDI による企業同士の連携を取り戻すことで、危機が招いた衝撃やストレスを吸収し、経済やサプライチェーンの強靱性 (resilience) を強化することが不可欠である。
- ④ さらに、先進国と新興・途上国間で政策上の連携を図り、危機の経済・社会のマイナスの影響を和らげるべきとも指摘している。

さらに、OECD(2020) は、今般の COVID-19 のパンデミックの影響は、各国の政策担当者が過去のアプローチの妥当性を考慮するための重要な分岐点となり得ると指摘した上で、OECD は、COVID-19 以前から、開かれた市場と FDI の増加は重要であるが、国連の SDGs を達成するためにも、FDI の質を追求することも重要との立場にあったと述べている。つまり、FDI がより大きな回復力にどのように貢献できるか、不平等・貧困・気候危機等の課題に対処するために必要な政策は何か、すべての国々が FDI の機会から最大限の利益を得ることができる方法は何かなどを問うことで、持続可能な FDI を追求していくべきと捉えている。筆者としては、上述したとおり、幅広い関連分野で投資環境を詳細かつ客観的に評価できる PFI の活用が正にこの理念に合致しているため、OECD は引き続き、PFI を強みとしつつ、新興・途上国の持続可能な FDI に向けた知的貢献機能を発揮するべきと考える。

そのような中、新たな動きとして、2019 年 10 月、OECD が「FDI の質のイニシアティブ (FDI Qualities Initiative)」(以下、FDIQI) を発足させた。この FDIQI は、新興・途上

(23) 例えば、投資政策レビューを実施した新興・途上国は、投資環境改善と自由化に向けた改革を進展させ、対外交渉力も取得した結果、①拘束性を持つ条約や規約の遵守が求められる OECD への加盟申請 (コロンビア、コスタリカ)、②国内外企業に対する無差別待遇や企業の社会的責任 (CSR) の自主的遵守を促進する拘束性を伴わない「OECD 国際投資・多国籍企業宣言」への参加 (コロンビア、コスタリカ、クロアチア、エジプト、ヨルダン、カザフスタン、モロッコ、ペルー、チュニジア、ウクライナ)、③高度な投資自由化を遵守する環太平洋パートナーシップ協定 (TPP) への参加 (マレーシア、ペルー、ベトナム)、の質的成果を上げた実績も見られる。

国（ユーラシア、中南米カリブ、中東北アフリカ、東南アジア、サブサハラアフリカ等）を中心とした投資受入国における FDI の持続可能な開発への影響を測定するために、17 の目標を持つ SDGs から派生させ、①生産性と革新（productivity & innovation）、②雇用と仕事の質（employment & job quality）、③スキル（skill）、④男女平等（gender equality）、⑤カーボンフットプリント（carbon footprint）、の 5 つのクラスターに分けて、FDI の質を測る新しい指標の構築を目指すものである（OECD（2019c））。また、これらの指標の計測が加わることによって、例えば、PFI による投資環境改善に向けた取組みの際に、各国の FDI が SDGs の達成にいかに関与するかについても把握が可能となる。今後、PFI を活用した投資政策レビューに加えて、FDI の下で新たな指標が具体的に公開される暁には、持続可能な FDI に向け、OECD がいかに知的貢献機能を図り、新興・途上国をより良い方向に導いていくかを注視したい。

## 5. おわりに

COVID-19 のパンデミックによって、我々の生活はもちろん、各国も経済・社会システムのあり方を見直さなくてはならない状況となった。そういう点では、これまで論じたとおり、COVID-19 が与えた影響に鑑み、資本移動の量的拡大や利益追求にも限界が生じたため、そのあり方が正に問われ、金融安定化や持続可能な FDI を追求するべく、OECD が強みを活かし、ルール提供機能と知的貢献機能を発揮するべきとの結論に至った。

一方、OECD は、そもそも、本稿で論じた資本移動も含め、あらゆる経済・社会分野の世界基準を設定する指針・規約等の拘束力が比較的緩く、罰則や制裁が科されないソフトロー（soft law）の役割を果たすことが多く、新興・途上国を含む非加盟国に対しても、ピア・レビューを通じた規範形成の機能を発揮する国際機関である。それ故、中立的な立場で、いわば「無理のない」政策を追求し、提言できるのが大きな特徴である。これは他の国際機関ではあまり見られない。もっとも、加盟国の半数以上を先進国が占めるため、OECD は「金持ちクラブ」と揶揄されることもあるが、むしろ、限られた数の加盟国でも、非加盟国への協力を惜しまず、「無理のない」政策協調や助言の場として、一定のグローバル・ガバナンス機能の役割を果たしてきたとも捉えられる。筆者は、このような OECD の機能が今の世界には相応しいのではないかと思料する。

昨今の国際情勢を見ると、政治的な不透明感が拭えず、国連を含め、国際機関の存続が危ぶまれるような動きが目立つ。例えば、「America First」を貫く米国があらゆる国際的な枠組みから離脱する一方で、その隙を突くかのように、「一帯一路構想」等、中国も自国を中心とした国際秩序を形成しようとする動きを見せ、両国が覇権争いを繰り広げている。また、金融・世界経済に関する首脳会合（G20）のメンバー国を見ても、米国や中国に加えて、英国、ロシア、トルコ、サウジアラビア、ブラジル等でも、独裁的あるいは強権的と見られる政権が台頭し、国際的な政策協調に影を落としかねない。ここで、予期せぬ COVID-19 が発生したことにより、世界各国は対応策を進めようとするが、その性質上、どうしても自国中心の志向にならざるを得ない状況も多くなっている。

しかし、人間の生命を脅かし、不透明性を与える危機的な状況だからこそ、第二次世界大戦前の「経済のブロック化」のような苦い経験を教訓とし、COVID-19 の対応策を中心

として、難局の打開に向けた政策協調が一層重要になると考えられる。そのような中で、医療分野を含め、幅広い経済・社会分野を網羅し、上述したとおり、中立的な立場で、「無理のない」政策協調や助言が可能である OECD であれば、COVID-19 の対応策のあり方を多角的に追求できるうえ<sup>(24)</sup>、米国や中国を含め、自国中心の志向にあると見られる加盟国や非加盟国に対してもさほど刺激を与えず、建設的に議論できる場として、グローバル・ガバナンス機能の役割を果たせるのではないだろうか。COVID-19 を契機として、各国が対立や排除し合うことなく、相互に議論しながら、より良い政策を追求できる協調的な国際社会を目指すべく、我々は今、OECD の活動や役割を再考すべき時期に来ていると言えよう。

### 文献・資料

- 野口嘉彦「近年における IMF 業務の質的変革について(上)」立教大学経済学研究会〔編〕『立教経済学研究・第68巻第2号』2014年, pp. 61-94
- 野口嘉彦「近年における IMF 業務の質的変革について(下)」立教大学経済学研究会〔編〕『立教経済学研究・第68巻第3号』2015年, pp. 119-145
- 藤田輔・松本和幸「各国の経済成長とその要因」日本経済政策学会〔編〕『経済政策ジャーナル・第6巻第2号』2009年, pp. 56-59
- 藤田輔「OECD の開発理念の再考: 投資の政策枠組みの改訂からのインプリケーション」上武大学〔編〕『上武大学ビジネス情報学部紀要・第14巻』2015年, pp. 1-14
- 藤田輔「OECD と IMF による資本移動に対する政策姿勢の比較: 資本移動管理を伴うマクロブルーデンス措置の事例」尚美学園大学〔編〕『尚美学園大学総合政策研究紀要・第31号』2018年, pp. 1-16
- 本間徹「開発のための投資: NEPAD・OECD アフリカ投資イニシアティブの取組み」政策研究大学院大学, 第6回アフリカ産業戦略勉強会報告資料, 2009年
- Barro, Robert and Xavier Sala-i-Martin, *Economic Growth*, McGraw Hill, 1995
- IMF, *Global Financial Stability Report: Markets in the Time of COVID-19*, IMF Publications, 2020
- Nielsen, Lyng, "Classifications of Countries Based on Their Level of Development: How it is Done and How it Could be Done", *IMF Working Paper*, WP/11/31, 2011
- OECD, *The OECD's Approach to Capital Flow Management: Measures Used with a Macro-Prudential Intent*, OECD Publishing, 2015a
- OECD, *Policy Framework for Investment: 2015 Edition*, OECD Publishing, 2015b
- OECD, *OECD Code of Liberalisation of Capital Movements*, OECD Publishing, 2019a
- OECD, *OECD Code of Liberalisation: User's Guide*, OECD Publishing, 2019b

---

(24) OECD は「COVID-19 との闘い: 世界の取り組みに寄与する (Tackling COVID-19: Contributing to a Global Effort)」というウェブサイト (<https://www.oecd.org/coronavirus/en/>) も立ち上げ、マクロ経済、医療、教育、雇用、金融、観光等のあらゆる分野において、政府のみならず、市民社会に対しても、現状分析や課題解決に向けた政策提言を発信している。

- OECD, *FDI Qualities Indicators: Measuring the Sustainable Development Impacts of Investment*, OECD Publishing, 2019c
- OECD, *Investment Policy Responses to COVID-19*, OECD Publishing, 2020
- Romer, Paul, “The Idea Gaps and Object Gaps in Economic Development”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, No. 3, 1993, pp. 543-573
- Ruffin, Roy, “The Role of Foreign Investment in the Economic Growth of the Asian and Pacific Region”, *Asian Development Review*, Vol.11, No.1, 1993, pp. 1-23

(2020.9.14 受稿, 2020.10.30 受理)

〔抄 録〕

本稿では、まず、国際通貨基金（IMF）の報告書で指摘する金融の脆弱性（リスクの高い信用市場、新興・途上国における資本流出）に関する論点をサーベイしながら、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）に伴い、国際金融市場が不安定化した経緯を把握する中で、これらを裏付ける潜在的要因として、新興・途上国の資金不足や債務増加の傾向が以前から見られていたことを指摘する。そして、これらを教訓とし、長期的視点に基づき、主要な政策ツールである資本移動自由化規約（CLCM）と投資の政策枠組み（PFI）を上げ、①ルール提供機能、②知的貢献機能、の2点を発揮する国際機関として、経済協力開発機構（OECD）が、金融安定化と持続可能な外国直接投資（FDI）の実現に向けた役割を果たすための政策提言を試みることにする。そして、最後に、COVID-19のみならず、政治的な不透明性も世界で広がる中、これら2つの機能を発揮し得る OECD が、政策協調のためのグローバル・ガバナンス機能の役割をどのように担うべきかについての展望を試みる。